

学校编码: 10384  
学号: 17620081151432

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

新股折价和长期绩效的影响因素初探  
——基于风险投资和投资银行的视角分析

A Preliminary Study on Influencing Factors of  
IPO Initial Return and Long-term Performance — Analysis  
Base on Venture Capital and Investment Bank's Perspective

沈 咏 一

指导教师姓名: 吴 世 农 教 授  
专 业 名 称: 财 务 学  
论文提交日期: 2011 年 4 月  
论文答辩时间: 2011 年 6 月  
学位授予日期: 2011 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2011 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘要

新股折价与长期绩效一直是IPO研究领域的两大热点问题。20世纪80年代以来,西方信号理论学派开始从风险投资和投资银行等金融中介机构的视角,研究信号发送、金融认证和声誉效应对IPO的影响。理论认为,高声誉投资银行能向市场传递执业质量和发行公司价值,而风险投资,尤其是有经验的VC通过认证监督作用对发行公司进行积极治理,因而有效的降低了IPO折价,提高了IPO长期回报。在中国资本市场不断发展壮大的今天,金融媒介在发行人和投资者中起到的桥梁作用十分重要,其对股价的影响牵涉到多方主体的利益,也是证券市场政策关注的焦点。因此,本文基于上述理论,选取2000-2010年在沪深交易所发行上市的A股数据,结合有中国特色的政治背景和发行制度因素,研究投资银行声誉、风险投资的存在及特征对IPO折价率和长期回报率的影响。

本文内容如下:开篇第一章阐述研究背景 and 对象、研究思路和框架、研究意义;第二章是有关VC和投资银行声誉理论的国内外文献综述;第三章为研究设计和研究方法,包括提出假设、选取样本、定义变量、建立模型,并概述了投资银行声誉度量方法和VC的样本配对方法;第四章为实证研究,分为描述性统计、单变量检验、多元回归检验、分组检验以及稳健性检验;第五章是结论解释与建议,本文的研究贡献、研究不足以及未来的研究展望。

本文研究发现:(1)投资银行声誉机制在我国是有效的,它对降低IPO折价率、提高IPO长期回报率起到了积极作用,并且在保荐制实施后声誉机制发挥了更强的作用;(2)VC在IPO中的作用符合认证理论的解释,即有VC背景的IPO折价率较低,有经验的VC支持的IPO折价率更低;但虽然VC在IPO事前发挥了认证作用,事后却并没有发挥出有效的监督作用;(3)VC通过选择高声誉的投行,有效的降低了IPO折价率;(4)有政府背景的VC支持的IPO折价率较高,长期回报率较差,“寻租”动机造成了投资的低效率。结合上述结论,本文针对如何建设高效率的金融中介行业提出了建议。本研究从金融中介机构的角度审视了影响IPO股价的原因,揭示了资本市场的运作规律。未来进一步的研究可对政治关联、交互作用的影响进行深入探索。

**关键词:** 风险投资; 投资银行; IPO

厦门大学博硕士论文摘要库



## Abstract

The Puzzle of IPO underpricing and long-term performance is two hot issues studied in IPO area. Since 1980, Signal theory schools begins to study “Signaling”、 “Financial Certification” and “Reputation Effect” theory in IPO from VC and investment bank’s perspective. High Investment bank reputation reflects the professional service quality and high company value, meanwhile, Venture capital, especially matured VC plays a certification and monitoring role in corporate management which could decrease underpricing and increase long-term performance effectively. Nowadays China capital market is rising and growing rapidly, Financial Intermediate plays a vital intermediate role in communication between public company and investor, its influence on stock return is closely concerned by a variety of stakeholders, which is also a point being concerned by government agencies. Thus, based on above assumptions, our paper selects A-share data from 2000-2010 in Shanghai and Shenzhen Stock Exchange, considering China special issuance system and policy background, the paper studies the influence of Investment bank reputation、 VC background and characteristic on IPO underpricing and long-term performance.

The paper is organized as follows: Chapter 1 briefly introduces research background and subjects、 research thoughts and frameworks、 research significance. Chapter 2 reviews the literatures of VC and Investment bank’s influence on IPO underpricing and Long-term performance. Chapter 3 develops research design and research method, research design includes hypothesis、 sample、 variables and models, research method includes reputation ranking measurements and sample propensity score matching. Chapter 4 is the analysis of empirical study results, including descriptive statistics、 univariate test、 multiple regression、 group regression and stability test. Chapter 5 gives out conclusion and recommendation, research contribution, together with research deficiency and future research developments.

As a result, our paper gets some important findings as follows: (1) Investment bank reputation mechanism has a significant effect in China, it has a positive influence on suppress IPO underpricing and enhance long-term performance; (2)

VC's function in IPO process can be better explained by certificating theory, that is, VC can effectively suppress underpricing, especially for those experienced VC. However, although VC plays a effective certificating role in Pre-IPO process, they do not show a robust monitoring role in Post-IPO return too. (3) Through select high reputation Investment bank, VC can further decrease IPO underpricing; (4) Political-connected VC does not provided any benefits to IPO, in converse they increase IPO underpricing and decrease long-term performance. We suppose Political-connected VC may exist "renting effect" which diminishs investment efficiency. Combined with above-mentioned findings, our paper raises some suggestions in how to build an effecitive financial intermedirate industry in China. Our research examines the reason affects IPO price based on financial intermedirates' perspective, thus discovers some valuable phenomenons in Capital market which can be applicated in practice. At last, research on VC and investment bank political-Connection and Interaction will be an interesting topic to develop in future.

**Key words:** Venture Capital; Investment Bank; IPO

# 目 录

第一章 绪论.....	1
第一节 选题背景 .....	1
第二节 研究对象 .....	2
第三节 研究思路和框架 .....	4
第四节 研究意义 .....	6
第二章 文献综述 .....	7
第一节 投资银行声誉与 IPO .....	7
第二节 风险投资背景与 IPO .....	11
第三节 VC 与投行的交互作用与 IPO .....	16
第三章 研究设计与研究方法 .....	18
第一节 研究假设 .....	18
第二节 样本与变量 .....	20
第三节 研究模型与程序 .....	25
第四节 研究方法 .....	26
第四章 实证研究 .....	32
第一节 描述性统计 .....	32
第二节 单变量检验 .....	35
第三节 回归模型估计结果 .....	37
第四节 分组研究和稳健性检验 .....	43
第五章 结论分析与政策建议 .....	47
第一节 结论分析与解释 .....	47
第二节 政策建议 .....	49
第三节 研究贡献 .....	51
第四节 研究局限性和未来展望 .....	51
参考文献.....	53
致谢.....	58

厦门大学博硕士论文摘要库

## Table of Contents

<b>Chapter 1 Preface.....</b>	<b>1</b>
Subchapter 1 Researc Background .....	1
Subchapter 1 Researc Subject .....	2
Subchapter 2 Research Framework.....	4
Subchapter 3 Research Significance .....	6
<b>Chapter 2 Literature Review .....</b>	<b>7</b>
Subchapter 1 Investment bank reputation and IPO.....	7
Subchapter 2 Venture capital background and IPO.....	11
Subchapter 3 Interaction of VC and IB on IPO .....	16
<b>Chapter 3 Research Design and Methodology .....</b>	<b>18</b>
Subchapter 1 Research Hyphothesis.....	18
Subchapter 2 Sample and variables .....	20
Subchapter 3 Research process and Models .....	25
Subchapter 4 Research Methodology .....	26
<b>Chapter 4 Empricial Results.....</b>	<b>32</b>
Subchapter 1 Descriptive Statistics .....	32
Subchapter 2 Single variable Test.....	35
Subchapter 3 Regression results and analysis.....	37
Subchapter 4 Group regression and Robustness test .....	43
<b>Chapter 5 Conclusion and Countermeasures .....</b>	<b>47</b>
Subchapter 1 Conclusion analysis and explanations .....	47
Subchapter 2 Policy Countermeasures .....	49
Subchapter 3 Research Contributions .....	51
Subchapter 4 Research Limitations and Future Outlook .....	51
<b>Reference.....</b>	<b>53</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>58</b>

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第一章 绪论

### 第一节 选题背景

自20世纪60年代末开始，在证券市场上，有两种现象一直是人们热衷于谈论的话题，即“新股发行折价”和“IPO长期绩效”。

新股发行折价（Abnormal Initial Return）的概念是指，新股发行价格相对于其上市首日交易价格而言较低，从而使得IPO公司的首日收益率远远超出市场平均水平。新股发行折价现象在世界范围内普遍存在，尤其在中国新兴的资本市场上表现的更为突出。IPO长期绩效（Long-term Performance）是指新股上市后较长一段时间内给其持有者带来的收益相对于市场指数或其他同类型的非IPO公司股票的表现。20世纪90年代初，以Ritter（1991）<sup>[1]</sup>为代表的实证研究表明3年的IPO股价存在长期弱势的现象。而中国除了曾出现对长期弱势影响因素的实证研究外，部分研究甚至还表明我国股市存在长期强势。

究竟是什么决定了IPO的股价？这是国际金融学界公认的谜题。信息经济学、新制度经济学和行为金融学等各种学派纷纷提出信息不对称理论、信号对称理论、委托代理理论、股票配售理论来解释IPO异象，其中，一个新兴的学派—信号学派，指出金融中介机构（如风险投资和投资银行）的背景和声誉与IPO价格有着重要的联系，作为信誉第三方保障，VC和高声誉的投行能有效降低IPO市场的信息不对称，影响IPO的发行价格和二级市场走势。

众所周知，证券市场依赖投资银行对上市公司股票进行价值定位和发行承销。而要使投行准确定价，声誉是其最主要的约束机制之一。然而，我国90年代证券市场的发展历程留下了许多计划经济与行政管理的烙印，股票发行市场强调为国企改革服务，如实行额度管理，对新股发行定价做出硬性规定，管制市盈率水平等，投行在证券发行中不需要尽职服务或进行价值分析，仅仅是做企业的“包装上市”工作，结果出现了一系列的上市公司“资产虚假”，随意更改募集资金投向，业绩“变脸”滑坡丑闻，甚至还爆发了像“银广夏”、“中科创业”等被媒体曝光的造假案，南方证券更是由于“麦科特”造假案引发了声誉危机，成为首家亏损倒闭的大型券商。声誉失效的根本原因，在于通道制的发行方式下，投行的

话语权处于弱势，信誉机制难以发挥效用。但是，近年来资本市场建设已取得了一系列的重大进展和突破。2001年发行制度由通道制变为核准制，2004年保荐人制度正式实施，相应的证券承销发行法案出台；2005年股权分置改革、2006-2007年A股牛市浪潮，使得新股发行的市场化运作模式越来越清晰，对投资银行的综合核心竞争力要求也更高，问责机制的建立更使执业品牌和声誉意识落实到了机构和个人。在这样的大环境下，投行在承揽业务、项目推介、发行定价和市场活动中都十分注重服务质量与专业能力，以塑造自己的声誉，适应市场化的机制。这反映到新股发行的实质过程中，就是信息的透明化、IPO折价率的降低，以及公司经营业绩的增长和股价的上扬。

与此同时，证券市场高速发展的这一阶段，也正是我国风险投资行业发展方兴未艾，如火如荼的活跃时期。在我国多层次资本体系市场环境下，创业板、中小板的开启拓宽了投资渠道，据统计截至2010年11月30日创业板上有44.37%的企业背后出现了VC的身影，证券市场一度掀起了“全民VC/PE”的热潮<sup>①</sup>。作为与投资银行类似的金融机构，风险投资不仅为企业提供资金支持，还更多参与企业的日常经营管理，提升企业的业绩，因而对IPO的股价也会产生实质性的影响。例如投资者们普遍青睐“创投概念股”，尤其是经验丰富、实力雄厚的风险投资机构持股的企业更受到市场的追捧。近期，英国《金融时报》甚至发表了题为《红色PE》的文章<sup>②</sup>，指出在中国具有政治背景的权贵PE能取得最优质的IPO项目资源，他们所扶持的IPO股票也一直是市场关注的焦点。

东方资本大国的崛起，正使金融中介机构作为资本推手的作用和价值彰显出来。在这样的大环境下，投资银行声誉机制和风险投资的积极作用究竟对IPO市场的定价和长期投资价值起到了怎样的影响？正是在这样的背景下，本文试图用中国A股市场的数据，基于投资银行声誉和风险投资的独特视角，对新股发行折价和长期绩效的影响因素进行实证研究。

## 第二节 研究对象

本文的研究对象是风险投资背景、投资银行声誉和公司IPO折价率与长期绩

<sup>①</sup>资料来源：第一财经日报，《近七成创业板公司涉股权投资》，<http://finance.stockstar.com/MS2010071630000198.shtml>，2010-07-16。

<sup>②</sup>资料来源：Financial Times，《中国私募业的红色贵族》，<http://www.ftchinese.com/story/001032218>，2010-04-15



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库